

# Makroskop

23 - 29 Ağustos 2010

## Haftalık Ekonomi ve Strateji Raporu

Haluk Bürümcekçi (Yönetici Direktör)  
Tel: 0212 318 34 49  
Email: haluk.burumcekci@fortis.com.tr

H. Erkin Işık, CFA (Yönetici)  
Tel: 0212 318 34 05  
Email: erkin.isik@fortis.com.tr

Nilüfer Sezgin (Yönetici Yrd.)  
Tel: 0212 318 37 90  
Email: nilufer.s@fortis.com.tr

Email: arastirma@fortis.com.tr  
Tel: 0212 272 79 98  
Fax: 0212 275 44 05

### İlgi, Bilgiyi Döver mi?...

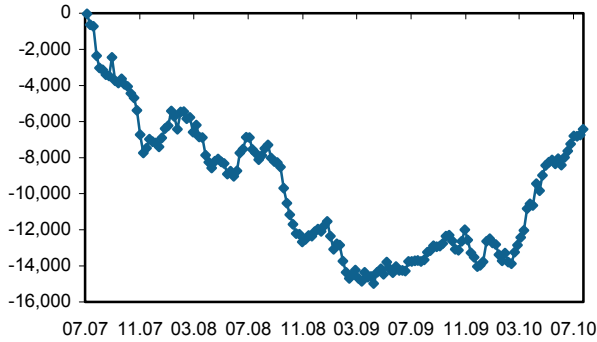
Son dönemde yurtiçinden ve yurtdışından gelen ekonomik verilerin hiç de iç açıcı olmaması sebebiyle Merkez Bankaları para politikalarını ellerinden geldiğince daha da gevşetmeye yönelmişlerdir. ABD'den gelen konut sektörü verileri (konut başlangıçları, inşaat izinleri) zayıf görünümünü korurken, yine ABD'de yayınlanan banka kredileri eğilim anketi sonuçları, bu durumu tersine çevirecek gibi görünmemektedir. Bu ankete göre, işletmelere verilen kredilerin standartları yılın üçüncü çeyreğinde ancak çok hafif gevşetilirken (yani kredi kullanılması kolaylaştırılırken) konut kredilerindeki standartlar, hala sıkılaştırılmaya devam etmektedir. Ekonomik toparlanmanın güç kazanması açısından önemli bir başka alan olan istihdam piyasasına yönelik ay başında yayınlanan zayıf veriler de aynı derecede önemlidir. Hatta son olarak negatif bölgede gelen Ağustos ayı Philadelphia Fed endeksi ve yükselen haftalık işsizlik maaşı başvuruları, gelişmiş ekonomilerde ikinci bir dip ihtimalinin daha fazla konuşulmasını getirmiştir. Bu konu, Eylül başında yayınlanacak tarım dışı istihdam ve ISM endeksleri ile netlik kazanacak olmakla birlikte, Mayıs ayında düşüşüne ara veren işsizlik oranları ve Haziran'da gerileyen sanayi üretimi, Türkiye'de de ekonomik eğilimlerin zayıflama yönünde olduğunu göstermiştir.

Sonuçta ortam, henüz ikinci bir dip oluşmasına fazla ihtimal verilmemesi ile risk primlerinde düşüş getirmekte, aynı zamanda da düşük büyüme görünümü ile faizlerde aşağı yönlü baskı yaratmaktadır. Bu görünüm yatırımcıların tahvillere olan ilgisini, özellikle de nispeten daha yüksek faizler sunan gelişmekte olan ülkelere ilgisini artırmaktadır. Ayrıca, yabancı yatırımcılar 2007 Temmuz'unda başlayan kriz döneminde bu tahvillerde taşıdıkları portföyü azaltmışlardı ve Türkiye özeline baktığımızda, portföy büyüklüğünün halen kriz öncesi seviyelere ulaşamadığı görülmektedir. Merkez Bankası'nın fiyat etkilerinden arındırılmış verilerine göre, 2007 Temmuz sonundan 2009 Nisan sonuna kadarki dönemde yabancı yatırımcılar tahvil portföylerini net 15.0 mlr dolar azalttıktan sonra, 13 Ağustos 2010'a kadarki dönemde 8.5 mlr dolarlık alım yapmışlardır. Aslında bu alımlar daha çok bu senenin Mart ayından sonra gerçekleşmiştir. Son dönemdeki bu güçlü yabancı talebine karşın, halen yabancı portföyünün fiyat hareketlerinden arındırılmış net tutarı, kriz öncesi seviyelerin 6.7 mlr dolar altında bulunmaktadır. Bu da daha fazla alım için alan olduğunu düşündürmektedir.

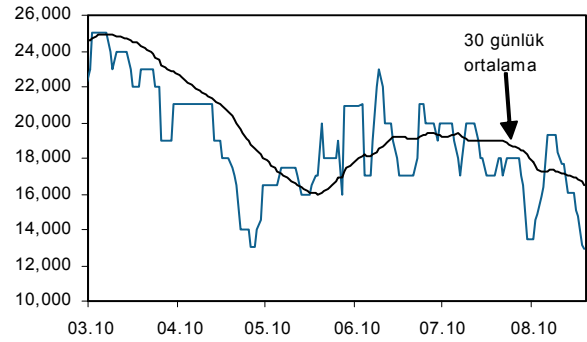
Ayrıca geçtiğimiz haftanın yoğun ihale programını başarılı bir şekilde atlatan Hazine, haftanın tamamında 18.0 mlr TL'lik itfasına karşılık 16.1 mlr TL iç borçlanma gerçekleştirmiştir. Ağustos ayının tamamında ise Hazine gelire endeksli tahvil satışları da dahil olmak üzere toplam 7 ihale ile 18.8 mlr TL borçlanmış ve iç borç çevirme oranı % 100 olmuştur. Hazine'nin projeksiyonuna göre, yılın kalanında Eylül ayı 14.2 mlr TL ve Kasım ayı 17.3 mlr TL ile en yüklü iç borç ödemeleri olan aylar olarak görünüyor. Ekim ve Aralık aylarında 7.7 mlr TL ve 10.7 mlr TL ile itfalar daha düşük seviyededir.

Borçlanma koşullarının iyileşmesinde, son dönemde özelleştirme programındaki elektrik ve doğalgaz dağıtım ihalelerinin sonuçlanması ile onay aşamasındaki toplam işlem miktarının 8.5 mlr dolara ulaşması ve bunların sonuçlanmasının ardından Hazine'nin borçlanma ihtiyacının azalacak olması da rol oynamaktadır. Buna, satış/devir onayı alınan ve sözleşme imza aşamasında olan kuruluşları da eklediğimizde, bekleyen toplam özelleştirme geliri 10.4 mlr dolara ulaşmaktadır.

Yabancı Yatırımcıların Kriz Dönemindeki Kümülatif Tahvil İşlemleri



Merkez Bankası'nın Repo İle Toplam Fonlama Tutarı (Mn TL)



Kaynak: TCMB, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

Borçlanma koşullarının iyileşmesi, sadece ihalelere olan yüksek ilgiden değil, borçlanmada kullanılan enstrümanlardaki farklılıktan da anlaşılmaktadır. Temmuz sonunda Hazine'nin toplam borçlanmasının ortalama vadesi 3.4 yıl ile 2009 yılındaki 3.0 yıldan daha fazla olmuştur. 2 yıldan daha uzun vadeli borçlanmanın payı da, geçen senenin tamamındaki % 43.6'dan , yılın ilk 7 ayında % 49.5'e çıkmıştır. Bunun yanında, borçlanma enstrümanları olarak baktığımızda, daha düşük süreye (duration) sahip FRN payı, geçen senenin % 20'lik yüksek seviyesinden, bu senenin ilk 8 ayında % 11'e gerilemiştir. Buna karşılık, sabit kuponlu tahvillerin payı % 4'ten % 22'ye, TÜFE'ye endeksli tahvillerin payı da % 14'ten % 19'a çıkmıştır. Ayrıca iskontolu tahvil ve bonoların payı % 62'den % 47'ye gerilemiştir.

## Nakit İç Borçlanmanın Vade Yapısı

2009			
	Miktar (Mlr TL)	%	Ort. Vade (Yıl)
Bono (0 - 1 Yıl)	19.3	13.2%	0.7
Tahvil (1 - 2 Yıl)	63.3	43.2%	1.6
Tahvil (2 - 7 Yıl)	63.8	43.6%	5.1
<b>Toplam</b>	<b>146.4</b>		<b>3.0</b>
2010 ilk 7 ay			
	Miktar (Mlr TL)	%	Ort. Vade (Yıl)
Bono (0 - 1 Yıl)	12.3	12.6%	0.6
Tahvil (1 - 2 Yıl)	37.1	37.9%	1.6
Tahvil (2 - 10 Yıl)	48.4	49.5%	5.4
<b>Toplam</b>	<b>97.9</b>		<b>3.4</b>

## TL Borçlanmanın Enstrümanlara Göre Dağılımı

	2009		2010 ilk 8 ay	
	Miktar (Mlr TL)	Pay (%)	Miktar (Mlr TL)	Pay (%)
<b>Toplam</b>	<b>152.0</b>	<b>100%</b>	<b>110.6</b>	<b>100%</b>
İskontolu	94.5	62%	51.8	47%
FRN	29.8	20%	12.7	11%
Sabit Kuponlu	6.8	4%	24.9	22%
TÜFE'ye End.	21.0	14%	21.3	19%

Ancak faizler açısından oluşan bu olumlu ortamın, piyasada büyük ölçüde fiyatlandığını düşünüyoruz. Bizim faiz beklentimiz, Merkez Bankası'nın ima ettiği gibi, önümüzdeki yılın ortalarında başlayacak bir faiz artırım süreci ile nihayetinde fonlama maliyetlerinin tek haneli rakamlarda kalmasını içermektedir. Faizler açısından oldukça iyimser olan bu senaryodan, daha da düşük bir faiz ortamına geçmek için muhtemelen 'ekonominin çok yavaş toparlanması' senaryosunun terk edilmesi ve 'ekonomide yeni bir zayıflama dalgası başlaması' senaryosunun geçerlilik kazanması gerekecektir. Faizler açısından daha olumlu

bir senaryonun ihtimalinin azalması ise geçtiğimiz günlerde Glokal Stratejist raporunda ayrıntılı olarak incelediğimiz gibi, piyasa faizleri üzerinde sınırlı da olsa yukarı yönlü risk oluşturmaktadır.

Faizler açısından önemli olabilecek bir başka konu ise teknik faiz indirimidir. Aslında makro açıdan baktığımızda, piyasanın ana fonlama aracının Merkez Bankası'nın haftalık vadeli repo ihaleleri olmaya devam etmesi açısından, şu anki duruma göre fazla bir fark olmayacak gibi durmaktadır. Ancak şu anda % 6.5-6.7 arasında dalgalanan gecelik borçlanma faizlerinin, % 7 olan haftalık vadedeki faizle eşitlenmesi ve serbest likidite miktarının bu dönemde azalması, özellikle likidite açığı olan bankalar açısından daha zorlayıcı bir ortam oluşacağı anlamına gelmektedir. Bu da, en azından bu bankalar açısından tahvil iştahlarının eskisi kadar yüksek olmaması veya kabul edilebilecek faizin yükselmesi anlamına gelecektir. Bunun faizler üzerinde sınırlı da olsa, yukarı yönde bir baskı yaratmasının, ihtimal dahilinde olduğunu düşünüyoruz. Son günlerde gecelik borçlanma faizinin piyasada % 6.5'ten % 6.7 seviyelerinin de üzerine çıkması ve Merkez Bankası'nın repo ile fonlama tutarının 13 milyar TL civarına doğru gerilemesi, teknik faiz indirimine yaklaştığımızı düşündürmektedir.

Bunun dışındaki gelişmeler de aslında faizlerin daha fazla düşüşü konusunda belirsizlik yaratmaktadır. Mali kuralın uygulanmasının en azından 2011 için ertelenmesi ve akıbetinin belirsiz olması hem Türkiye'nin kredi derecelendirmesinin artmasını, hem de bütçe disiplininin korunmasını riske atmış görünmektedir. Ayrıca 12 Eylül'deki referandum ile önümüzdeki senenin genel seçimleri öncesinde politik alandaki gelişmeler de gündemde gittikçe daha fazla yer alacak gibi görünmektedir. Burada da piyasalar, geçtiğimiz senelerde olduğu gibi, tek parti iktidarının devam etmesini riske atacak her türlü gelişmeyi olumsuz olarak değerlendirmeye devam edecektir.

Sonuç olarak, global ekonomik görünümdeki zayıflama faizlerin düşük seviyelerini korumasını desteklemektedir. Türkiye tahvillerinde yabancı portföy büyüklüğünün kriz öncesi seviyelerin altında olması ve halen diğer gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere göre iyi getiriler sunması ile ilgi güçlü seyretmektedir. Faizlerde daha fazla düşüş için ekonomilerde ikinci bir dip olması senaryosunun geçerlilik kazanmasının gerektiğini, bunun ihtimalinin ise oldukça düşük olduğunu düşünüyoruz. Bunun yanında, Merkez Bankası'nın teknik faiz indirimi ihtimali ile politik ve mali disipline yönelik riskler, faizlerde yukarı yönlü risk oluşturmaktadır. Bu iki unsurun birbirini dengelemesi ve uzun vadeli faizlerin bir süre daha mevcut düşük seviyelerini koruması ise ana senaryo olarak görünmektedir.

## Önümüzdeki Haftanın Gündemi

▪ Bu hafta yurtiçinde, Çarşamba günü açıklanacak olan kapasite kullanım oranı ve Reel Kesim Güven Endeksi Ağustos ayına ait ekonomik aktivite görünümü hakkında bilgi verecek. Yurtdışında ise, ABD'de konut satışları, dayanıklı tüketim malı siparişleri ve ikinci çeyrek GSYH verisi kritik olacak. Bu arada, Euro Bölgesi'nde de Ağustos ayı imalat sanayi ve hizmet sektörü öncü PMI endeksleri öne çıkan açıklamalar arasında yer alıyor.

### Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Fortis Tahmin (Konsensus)
Orta	Kapasite Kullanımı, Ağu.	%	25 Ağu., 16:30	-
Yüksek	Reel Kesim Güven Endeksi, Ağu.	-	25 Ağu., 16:30	-

### Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus
Yüksek	Euro Bölgesi	İmalat San. Öncü PMI Endeksi, Ağu.	-	23 Ağu., 10:58	56.2
Yüksek	Euro Bölgesi	Hizmet Sek. Öncü PMI Endeksi, Ağu.	-	23 Ağu., 10:58	55.5
Yüksek	ABD	İkinci El Konut Satışları, Tem.	mİn	24 Ağu., 17:00	4.8
Orta	Almanya	İfo İş Ortamı Endeksi, Ağu.	-	25 Ağu., 11:00	105.5
Yüksek	ABD	Dayanıklı Tüketim Malı Sip., Tem.	% aylık	25 Ağu., 15:30	3.0
Yüksek	ABD	Yeni Konut Satışları, Tem.	mİn	25 Ağu., 17:00	0.34
Yüksek	ABD	GSYH (ilk revizyon) 2.Ç	% çeyrek	27 Ağu., 15:30	1.4
Orta	ABD	Michigan Tüketici GÜv. End., Ağu.	-	27 Ağu., 16:55	68.3

## Makro ve Finansal Gösterge Tahminleri

### Makro Ekonomik Görünüm 2009-2012

	2009	2010t	2011t	2012t
GSYİH (Mİr TL)	954.0	1,095.8	1,205.0	1,318.9
GSYİH (Mİr US\$)	616.6	720.9	779.9	840.2
GSYİH büyümesi	-4.7	7.0	4.0	4.0
ÜFE ( yıllık %)	5.9	5.0	5.0	5.0
TÜFE ( yıllık %)	6.5	7.2	6.0	5.5
Dış Ticaret Dengesi (Mİr US\$)	-38.8	-64.4	-72.9	-74.2
İhracat (FOB, Bavul hariç)	102.1	104.7	117.8	140.1
İthalat (CIF, Altın dahil)	140.9	169.1	190.8	214.3
Cari İşlemler Dengesi (Mİr US\$)	-13.9	-37.3	-42.5	-40.6
Cari İşlemler Dengesi / GSYİH (%)	-2.3	-5.2	-5.5	-4.8

### Finansal Göstergelere İlişkin Tahminler

	20 Ağustos	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2010	2011
USD/TL	1.4943	1.5200	1.5400	1.5400	1.5500	1.5500	1.5600
EUR/TL	1.9166	1.9600	1.9700	1.9800	2.0500	1.9700	2.1100
Döviz Sepeti	3.4109	3.4800	3.5100	3.5200	3.6000	3.5200	3.6700
EUR/USD	1.2826	1.2900	1.2800	1.2800	1.3200	1.2700	1.3500
Politika Faizi	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	8.00%	7.00%	9.00%
Gösterge Tahvil	8.10%	8.30%	8.70%	8.70%	10.20%	8.70%	11.00%

Fortis Bank S.A./N.V. Montagne du Parc 3 B-1000 Brussels Belçika Tel: +32 2 565 11 11	Fortis Bank Avusturya Euro Plaza/D Wienbergstrasse 41 1120 Vienna Avusturya Tel: +43 1 81 10 43 81 85	Fortis Bank Çek Cumhuriyeti Myslbek Building Ovocny Trh 8 117 19 Prague 1 Çek Cumhuriyeti Tel: +420 225 43 60 10	Fortis Bank Danimarka Gothersgade 49 3. 1123 Copenhagen Danimarka Tel: +45 32 71 19 09
Fortis Bank, Fransa 30, quai de Dion Bouton F-92824 Puteaux Cedex Fransa Tel: +33 1 55 67 72 00	Fortis Bank Almanya Christophstrasse 33-37 50670 Cologne Almanya Tel: +49 221 161 13 30	Fortis Bank Yunanistan Sygrou Ave 166 17671 Athens Yunanistan Tel: +30 21 09 54 43 70	Fortis Bank Hong Kong 27/F, Fortis Bank Tower 77-79 Gloucester Road Hong Kong Tel: +852 28 23 04 56
Fortis Bank Macaristan Deak Ferenc 15 1052 Budapest Macaristan Tel: +36 14 83 81 09	Fortis Bank İtalya Via Comaggia 10 I-20123 Milano İtalya Tel: +39 02 57 53 24 61	BGL 50, avenue J.F. Kennedy L-2951 Luxemburg Luxemburg Tel: +352 42 421	Fortis Bank Norveç Haakon VII's gate 10 0161 Oslo Norveç Tel: +47 23 11 49 50
Fortis Bank Polska S.A. P.O. Box 15 02-676 Warszawa Polonya Tel: +48 22 566 90 00	Fortis Bank Portekiz Rua Alexandre Herculano 50-6 Andar 1250-011 Lisboa Portekiz Tel: +351 213 13 93 16	Fortis Bank Singapur 63 Market Street #21-01 Singapur 048942 Tel: +65 65 38 03 90	Fortis Bank İspanya Serrano 73 28006 Madrid İspanya Tel: +34 91 436 56 00
Fortis Bank Romanya Tipografilor 11 -15 013714 Bucharest Romanya Tel: +40 21 401 17 02	Fortis Bank İsveç Birger Jarlsgatan 25 10396 Stockholm İsveç Tel: +46 8 505 375 59	Fortis Bank İsviçre Rennweg 57 8021 Zurich İsviçre Tel: +41 58 322 09 70	Fortis Bank Türkiye Yıldız Posta Caddesi, No: 54, Gayrettepe, 34353, İstanbul, Türkiye Tel: +90 212 318 38 38
Fortis Bank İngiltere 5 Aldermanbury Square EC2V 7HR London İngiltere Tel: +44 20 32 96 80 00	Fortis Bank ABD 520 Madison Avenue, 3 <sup>rd</sup> Floor New York, NY 10022 ABD Tel: +1 212 418 87 00		

Bu bültende yer alan bilgiler ve yorumlar, kamuya açık, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiştir. Bununla beraber, gerek bu bültendeki gerekse bu bültende kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden olduğu gibi bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kar yoksunluğundan, manevi zararlardan ve üçüncü kişilerin uğrayabileceği zararlardan, velhasıl her ne surette olursa olsun kullanımı olumsuz etkileyecek her türlü sonuçtan dolayı Fortis Bank AŞ veya Fortis Yatırım Menkul Değerler AŞ'nin ve ayrıca her ne nam altında olursa olsun her ne akitle bağlı olursa olsun her türlü çalışanı hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Bu bülten yatırımcıları bilgilendirmek amacıyla hazırlanmış olup, hiçbir şekilde menkul kıymetlerin alımı veya satımı konusunda tavsiye olarak yorumlanmamalıdır, fonların portföylerinin geçmiş döneme ilişkin getirileri gelecek dönemlerin göstergesi olamaz. Katılma Paylarının değeri menkul kıymet piyasalarındaki şartlara göre her zaman iniş ve çıkışlar (dalgalanmalar) gösterebilir. Fevkalade değişken ve profesyonel bir piyasada oluşan işbu bilgiler, hiçbir surette gönderenleri ilzam etmez ve/veya sorumlu kılmaz. Kullanan ancak kendi bilgi, inisiyatif ve değerlendirmesi ile hareket edecektir.